

行动的勇气：发达国家流动性陷阱的启示

投资要点：

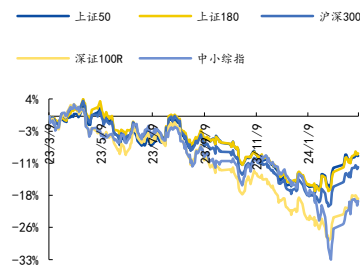
- 流动性陷阱指的是利率水平的下降无法带来广义货币的派生，即无论央行投放多少流动性，都积蓄在商业银行体系内，无法进入实体，进而无法拉动经济和物价的上涨。
- 流动性陷阱的经典案例是2007-2008年的美国、2008-2014年的欧元区及上世纪90年代的日本，这几个样本的共性是在一次金融系统性风险发酵之后，实体的悲观预期开始浮出水面，并严重干扰了实体融资的积极性。
- 政策上的不谋而合之处是：这三个经济体都在用非常极致的宽松政策试图解决流动性陷阱问题，在流动性陷阱发生前，三个经济体的基准利率都远远高于如今中国的基准利率水平，而在走出流动性陷阱之时，这三个经济体的基准利率都非常接近于0。
- 差异在于：这三个经济体在面对相同的问题时，行动的魄力是不同的：
 - 1) 美国的行动是最及时迅猛的，在2008年全年时间里，美国的宽松政策迅速让利率从4.25%降到0.25%，于是，那一轮流动性问题没有拖很久，2009年美国就走出了信用收缩的泥潭；
 - 2) 可能因为欧元区的协调问题，欧元区虽宽松政策来得及时，但利率下调却偏缓慢，直到2013年，欧元区才将自己的基准利率调到0.25%左右，于是，欧元区的信用投放在2014年方才见底；
 - 3) 日本的问题是，政策的应对就来得很迟，日本经济泡沫破灭始于1990年，但日本首次降息的时间是1991年7月，此间间隔的时间长达一年半左右，此外，日本利率下调的过程也很缓慢，在2001年其基准利率下调到0.1%后，其信用才随后见底。
- 因此，我们也看到了这三个经济体的经济表现的差异：
 - 1) 美国在2009年经济探底后，迅速走出危机模式，经济回到了韧性状态；
 - 2) 欧元区在当时虽在美国带动下完成了第一波修复，但又进入了二次衰退后，经济才得以平稳；
 - 3) 日本经济则经历了十年的衰退过程，在经济增长速度从7.5%左右被拖到负增长之后，日本经济才稳定下来，但此时，日本的经济增长已经习惯性停滞。
- 发达国家的先例所给予的启示如下：
 - 1) 在发生流动性陷阱时，不要考虑利率的线性，在极端的悲观预期下，利率必须以陡峭的斜率向下，这就是一个非常规化的宽松过程；
 - 2) 不要考虑凯恩斯主义的问题，从三个国家的先例来看，货币依然有效，大家对货币无效的认知是因为货币宽松的力度慢于预期衰退的速度；
 - 3) 时间非常宝贵，政策越早决断，经济受伤害的时间就越短，后续经济的恢复也会相应更加容易。
- 在资产配置上，流动性陷阱环境下的唯一占优资产是债券，若流动性陷阱无改观，则即使经济脉冲式上扬，债券市场的反应也极弱。

风险提示：地缘政治冲突加剧，美国金融系统危机爆发，国内宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	3046.02
深圳成指：	9369.05
沪深300：	3544.91
中小盘指：	3486.95
创业板指：	1807.29

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《往事如金：金价蕴藏的宏大叙事》2024.03.08
- 《对政府工作报告的几点理解》2024.03.05

报告作者

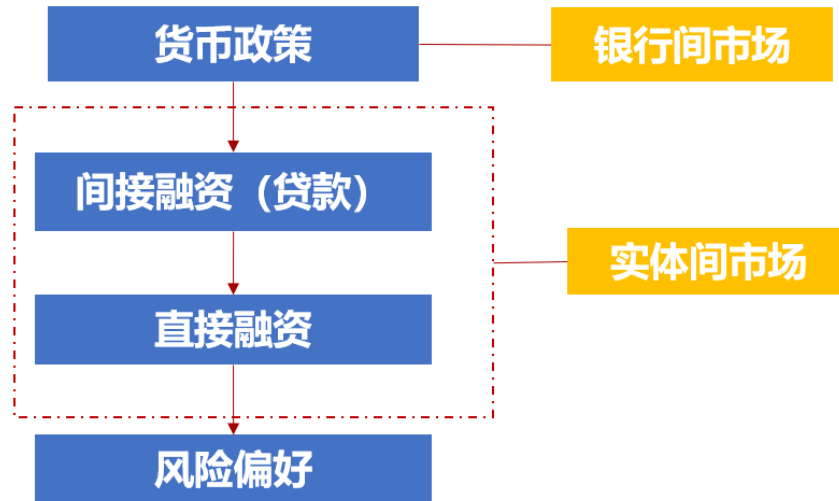
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图表目录

图 1: 货币政策的传导路径	3
图 2: 2017 年至今货币政策与信贷表现	3
图 3: 2017 年至今货币政策与价格表现	3
图 4: 2007-2008 年美国经历了次贷危机和全球金融危机	4
图 5: 日本自上世纪 90 年代进入“失去的三十年”	4
图 6: 2008-2014 年欧洲经历了全球金融危机和欧债危机	4
图 7: 2004-2018 年美国政策利率走势图	5
图 8: 2005-2018 年欧元区政策利率走势图	5
图 9: 1985-2010 年日本政策利率走势图	6
图 10: 2005-2015 年美国 GDP 走势图	7
图 11: 2005-2015 年美国 CPI 走势图	7
图 12: 2005-2015 年美国商业银行信贷走势图	7
图 13: 2005-2015 年美国失业率走势图	7
图 14: 2005-2017 年欧元区 GDP 走势图	8
图 15: 2005-2017 年欧元区 CPI 走势图	8
图 16: 2005-2017 年欧元区商业银行信贷走势图	8
图 17: 2005-2017 年欧元区失业率走势图	8
图 18: 1990-2015 年日本 GDP 走势图	9
图 19: 1990-2015 年日本 CPI 走势图	9
图 20: 1990-2015 年日本商业银行信贷走势图	9
图 21: 1990-2015 年日本失业率走势图	9
图 22: 1990-2015 年日本 10Y 国债收益率走势图	10
图 23: 2005-2017 年欧元区 10Y 公债收益率走势图	10
图 24: 1988-2015 年美国 10Y 国债收益率走势图	10

货币政策的传导路径包括两个环节：第一个环节是央行传导到商业银行，第二个环节是商业银行传导到实体部门，即企业和居民。如果第二个环节传导受阻，就会导致流动性陷阱的出现。所谓流动性陷阱，即宽松的货币政策无法带动广义货币的派生（其中主要是银行发放贷款，还有企业发债等），无论央行投放多少流动性，都淤积在商业银行体系内，无法流入到实体部门，进而无法对经济和物价的增长产生刺激作用。

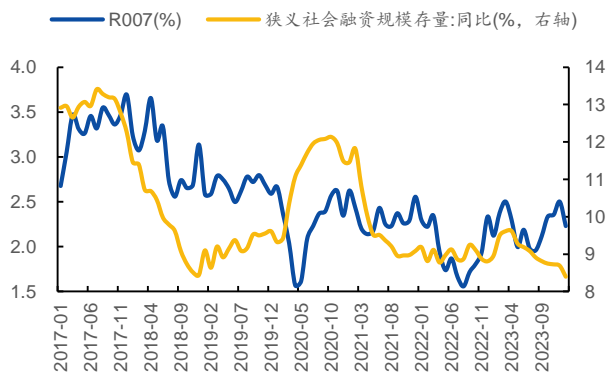
图 1：货币政策的传导路径



资料来源：国元证券研究所整理

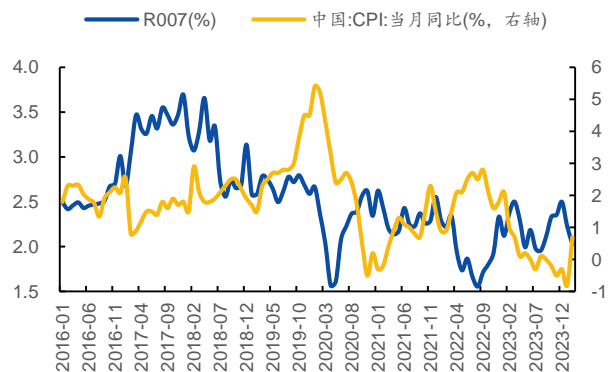
货币政策的宽松对债券收益率的影响大致可以分为两个阶段：在货币宽松的初期，市场会交易宽松政策本身，债券收益率下行；宽松的货币政策会带来信贷扩张，进而拉动经济增长和物价水平，因此在货币宽松的中后期，市场会交易宽松政策的效果，债券收益率会上行。当宽货币无法带来信贷扩张时，流动性陷阱就出现了，债券价格也会持续上涨。

图 2：2017 年至今货币政策与信贷表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

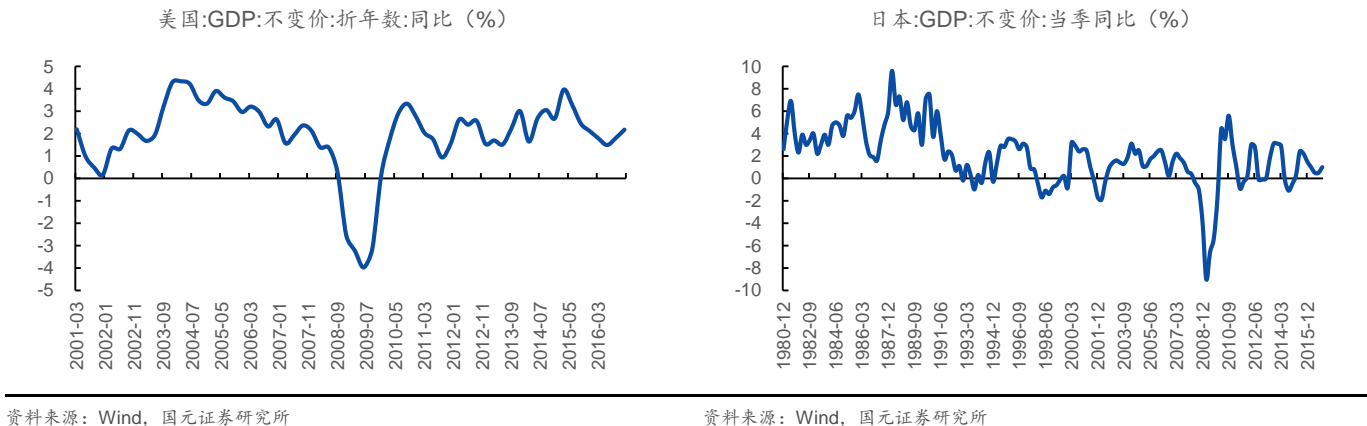
图 3：2017 年至今货币政策与价格表现



资料来源：Wind，国元证券研究所

流动性陷阱的经典案例是 2007-2008 年的美国、2008-2014 年的欧元区及上世纪 90 年代的日本，这几个样本的共性是在一次金融系统性风险发酵之后，实体的悲观预期开始浮出水面，并严重干扰了实体融资的积极性。

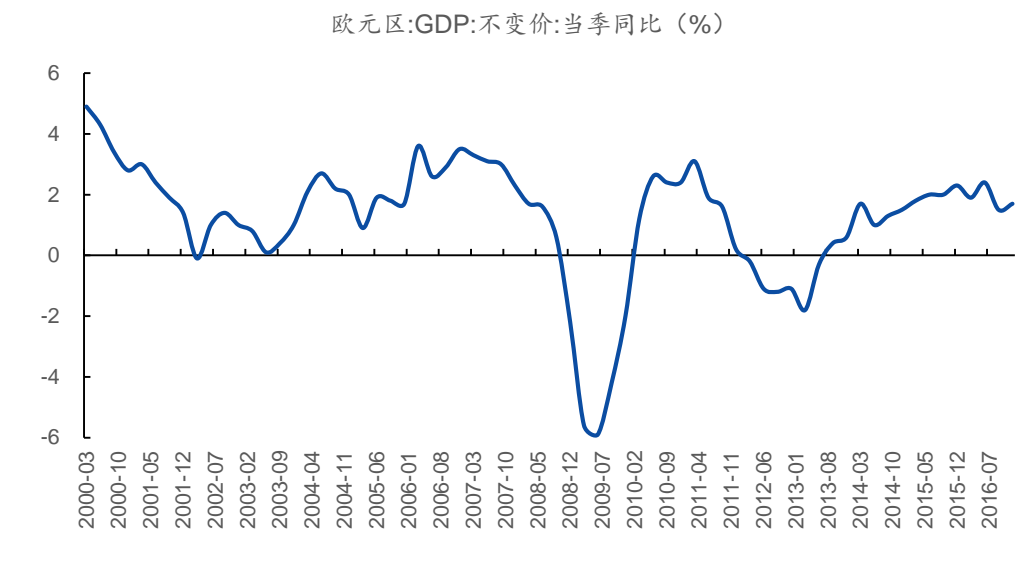
图 4：2007-2008 年美国经历了次贷危机和全球金融危机 图 5：日本自上世纪 90 年代进入“失去的三十年”



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2008-2014 年欧洲经历了全球金融危机和欧债危机



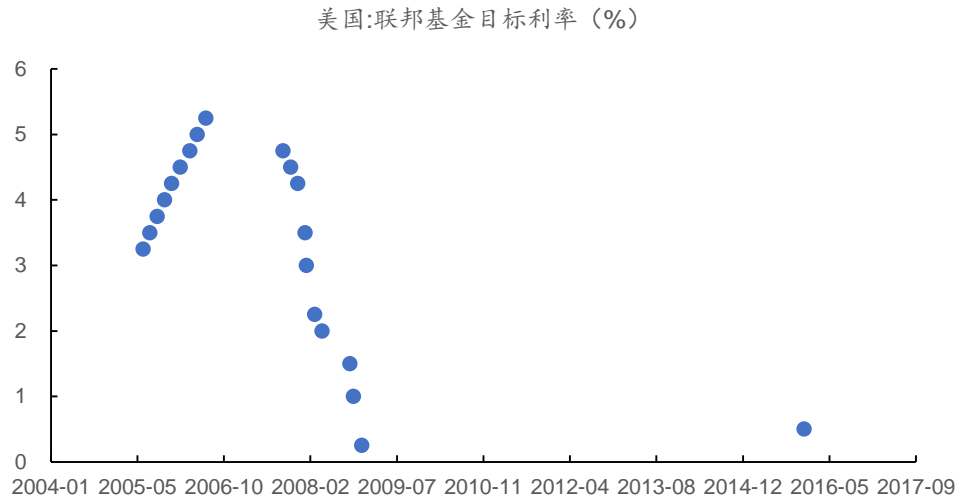
资料来源：Wind，国元证券研究所

政策上的不谋而合之处是：这三个经济体都在用非常极致的宽松政策试图解决流动性陷阱问题，在流动性陷阱发生前，三个经济体的基准利率都远远高于如今中国的基准利率水平，而在走出流动性陷阱之时，这三个经济体的基准利率都非常接近于 0。

差异在于：这三个经济体在面对相同的问题时，行动的魄力是不同的：

1) 美国的行动是最及时迅猛的。2007 年 8 月，次贷危机席卷美国金融市场，美联储自 2007 年 9 月持续快速下调基准利率，从 4.25% 迅速下降到 2008 年底的 0.25%。于是，那一轮流动性问题没有拖很久，2009 年美国就走出了信用收缩的泥潭。

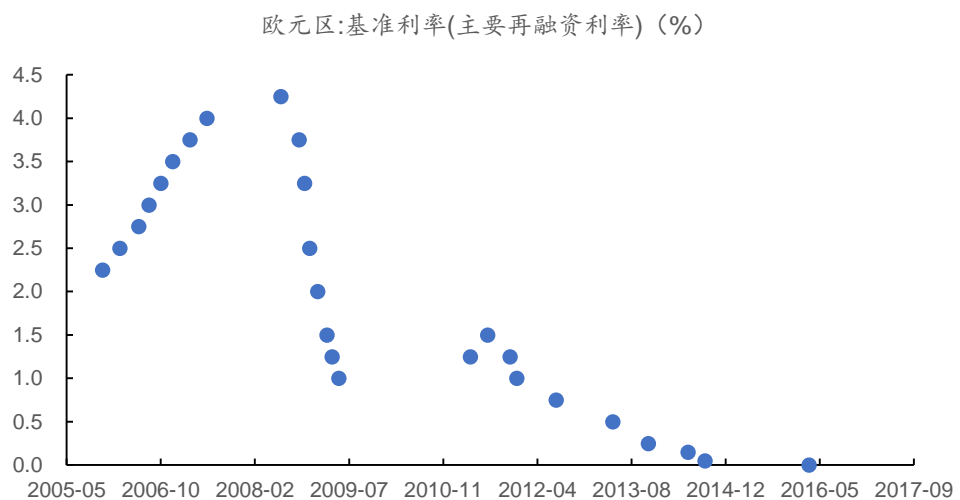
图 7：2004-2018 年美国政策利率走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 可能因为欧元区的协调问题，欧元区虽宽松政策来得及时(2008 年 10 月起，欧洲央行持续下调基准利率)，但利率下调的速度却偏缓慢，直到 2013 年年末，欧元区才将自己的基准利率调到 0.25%，于是，欧元区的信用投放在 2014 年方才见底。

图 8：2005-2018 年欧元区政策利率走势图

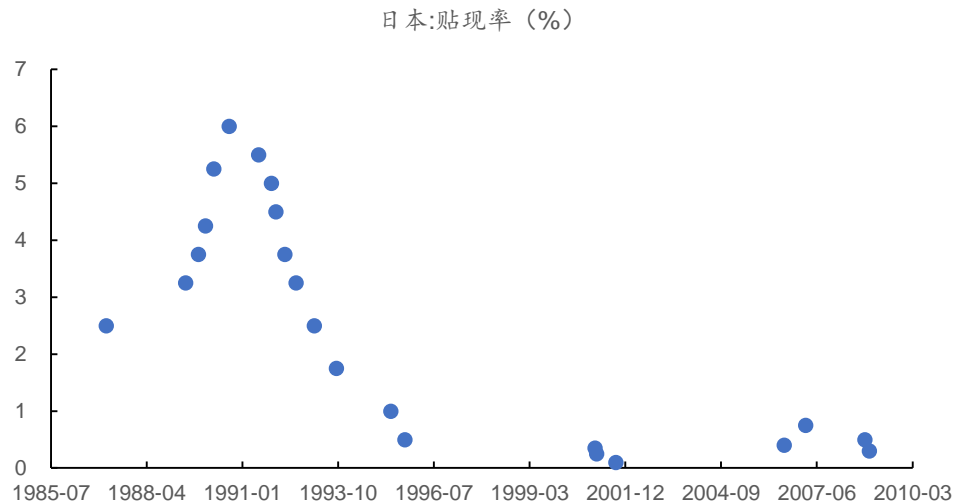


资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 日本的问题是，政策的应对就来得很迟，日本经济泡沫破灭始于 1990 年，

但日本首次降息的时间是 1991 年 7 月，此间间隔的时间长达一年半左右。此外，日本利率下调的过程也很缓慢，1991 年 7 月政策利率开始下调，一直持续到 1995 年 9 月，贴现率从 6% 降到了 0.5%，时间长达 4 年有余，此后经济有过一段时间的起色，但随之又被亚洲金融危机拖入泥潭，2001 年日本央行连续 3 次降息，贴现率下调至 0.1%，信用才随后见底。

图 9：1985-2010 年日本政策利率走势图



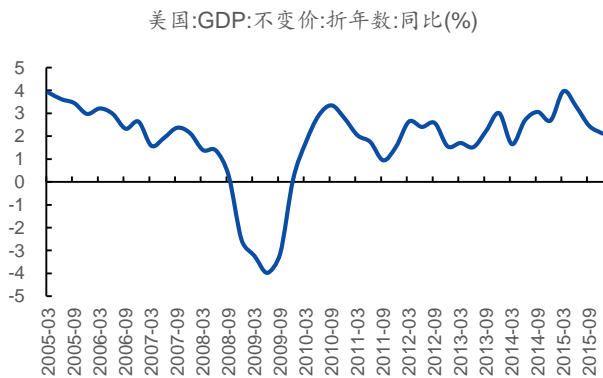
资料来源：Wind，国元证券研究所

因此，我们也看到了这三个经济体的经济表现的差异。

美国在 2009 年经济探底后，迅速走出危机模式，经济回到了韧性状态。

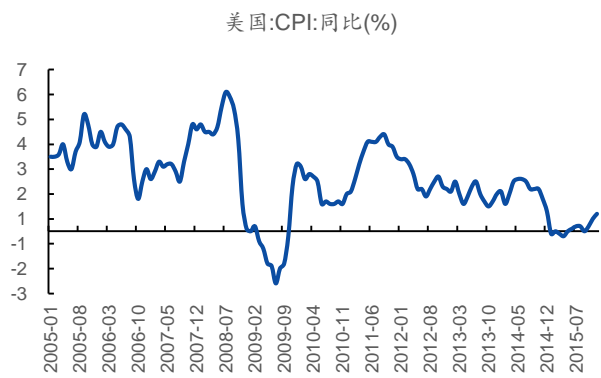
次贷危机爆发后，美国的各项经济指标全线走差，信贷增速、GDP 和物价水平都跌入了深度负增长，经济陷入严重衰退，失业率水平迅速走高。美联储的快速大幅度放水带动经济逐步走出危机，联储在 2008 年底将基准利率降到 0.25%，2009 年下半年开始，多项指标就逐步好转：美国 GDP 同比增速自 2009Q3 触底反弹，2009Q4 即回归正增长，此后一直稳定在 1% 以上；CPI 同比增速自 2009 年 8 月起快速反弹，仅用了不到半年时间，就从 -2.1% 反弹至 2.7%，此后一直维持在 1% 以上；银行信贷和失业率都自 2009 年 10 月开始好转，失业率持续回落，银行信贷迅速反弹，美国经济重回平稳状态。

图 10: 2005-2015 年美国 GDP 走势图



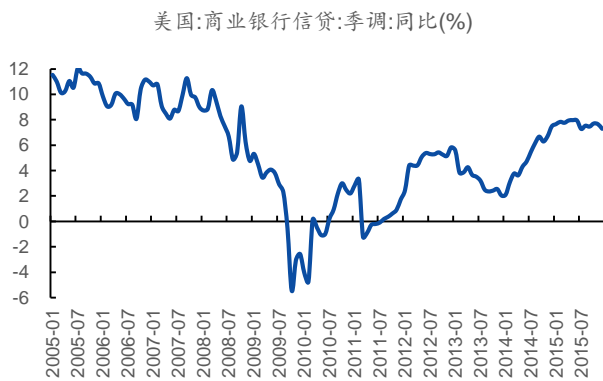
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 11: 2005-2015 年美国 CPI 走势图



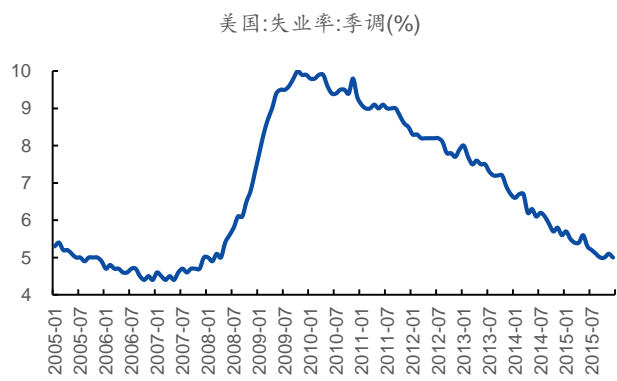
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 2005-2015 年美国商业银行信贷走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 13: 2005-2015 年美国失业率走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

欧元区在当时虽在美国带动下完成了第一波修复,但又进入了二次衰退后,经济才得以平稳。

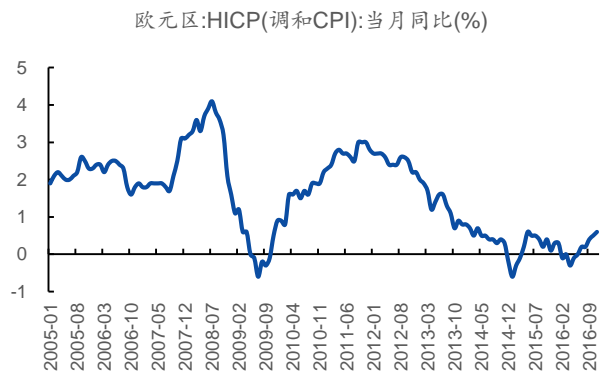
2009~2010 年,欧元区在美国经济回暖的拉动下也出现了一轮上行,但此后又进入了二次衰退,GDP 增速持续下行,跌入负增长区间,CPI 和信贷增速持续回落,失业率维持在双位数且不断上升。自 2011 年年底,欧洲央行再次持续下调基准利率,在极低利率水平的支撑下,经济逐步平稳,欧元区 GDP 同比增速和失业率都自 2013Q2 开始好转,GDP 快速回到正增长区间,失业率也在宽松政策不断加码的利好下持续回落。

图 14: 2005-2017 年欧元区 GDP 走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 2005-2017 年欧元区 CPI 走势图



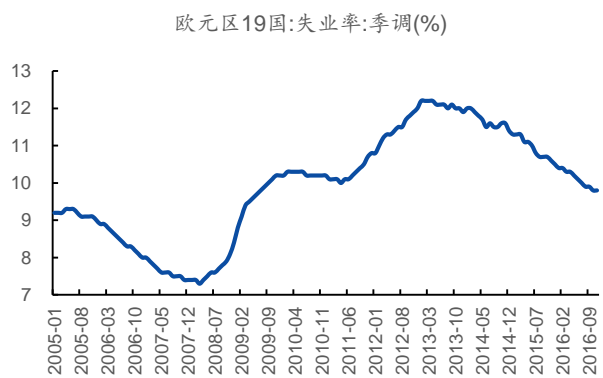
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: 2005-2017 年欧元区商业银行信贷走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 17: 2005-2017 年欧元区失业率走势图

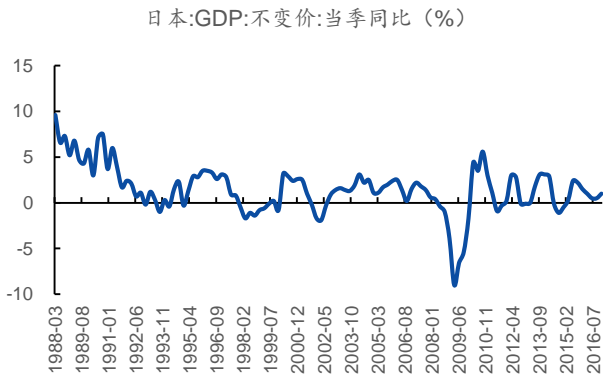


资料来源: Wind, 国元证券研究所

日本经济则经历了十年的衰退过程, 在经济增长速度从 7.5% 左右被拖到负增长之后, 日本经济才稳定下来, 但此时, 日本的经济增长已经习惯性停滞。

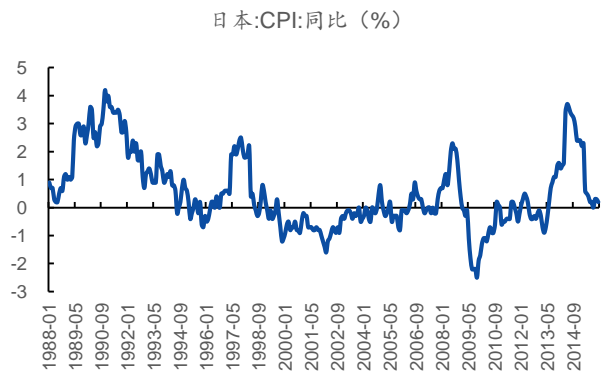
日本降息开启时间晚, 且降息速度慢削弱了宽松货币政策的效果。持续攀升的失业率和持续的通缩迫使日本央行在 2001 年三次降息, 基准利率降至 0.1% 的极低位置。在大量流动性的支撑下, 日本经济逐步止跌企稳, 失业率自高位回落, CPI 也开始回升, GDP 同比增速也渐渐由负转正。但是经济修复的速度是偏慢的, 比如 CPI 基本在 0 附近震荡, 可见日本内需仍是比较疲软的一个状态, 整体经济的活性并不强。

图 18: 1990-2015 年日本 GDP 走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 19: 1990-2015 年日本 CPI 走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 20: 1990-2015 年日本商业银行信贷走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 21: 1988-2015 年失业率走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

发达国家的先例给予我们的启示如下:

1) 在发生流动性陷阱时, 不要考虑利率的线性, 在极端的悲观预期下, 利率必须以陡峭的斜率向下, 这就是一个非常规化的宽松过程;

2) 不要考虑凯恩斯主义的问题, 从三个国家的先例来看, 货币依然有效, 大家对货币无效的认知是因为货币宽松的力度慢于预期衰退的速度;

3) 时间非常宝贵, 政策越早决断, 经济受伤害的时间就越短, 后续经济的恢复也会相应更加容易。

具体到资产配置上, 当流动性陷阱发生时, 债券是最佳的投资选择。毕竟在此期间, 一方面是央行持续下调基准利率, 另一方面是不断下行的利率水平没有产生相应的效果或者产生的效果非常微弱, 从而市场预期利率水平还会继续下降直至到零附近。宽松的现实叠加宽松的预期, 债券成为最优资产也就在情理之中了。而且, 在流动性陷阱没有改观的情况下, 即使经济出现脉冲式上扬, 债券市场的反应也是非常弱的。

图 22: 1990-2015 年日本 10Y 国债收益率走势图



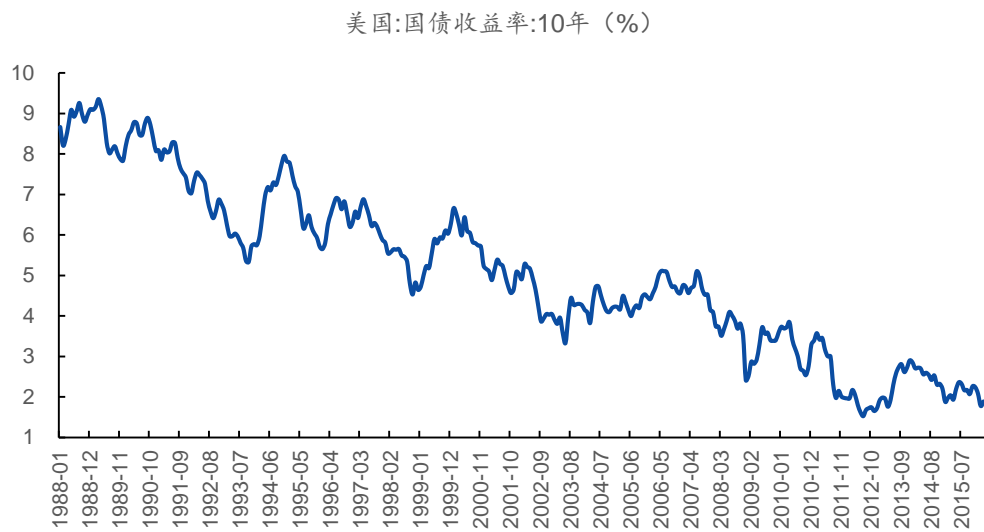
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 23: 2005-2017 年欧元区 10Y 公债收益率走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 24: 1988-2015 年美国 10Y 国债收益率走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

风险提示:

地缘政治冲突加剧, 美国金融系统危机爆发, 国内宏观政策落地不及预期等

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188